

658.1511

JAT
2
ci.

**ANALISIS PERBANDINGAN KINERJA KEUANGAN
SEBELUM KSO DENGAN SESUDAH KSO
MENGUNAKAN METODA *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA)
PADA PT TELKOM DIVRE-IV JAWA TENGAH DAN DIY**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh :

**Jatmiko
C4A099063**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2004**



SERTIFIKASI

Saya, Jatmiko, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggung jawabannya sepenuhnya berada dipundak saya.

Jatmiko

Januari 2004

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS PERBANDINGAN KINERJA KEUANGAN
SEBELUM KSO DENGAN SESUDAH KSO
MENGUNAKAN METODA *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA)
PADA PT TELKOM DIVRE-IV JAWA TENGAH DAN DIY**

Yang disusun oleh Jatmiko, NIM C4A099063
Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 15 Januari 2004
Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

DR H. Imam Ghozali MKom, Akt.

Pembimbing Anggota

Drs Prastiono Msi.

**Semarang, Februari 2004
Universitas diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen**

Ketua Program

Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

EVA is a new approach to assess the performance of relatively new companies by focusing objectively on the shareholder's expectance. The implementation of the concept EVA in companies would assist them in evaluating their performance of whether the capital obtained from payables or stocks has their added value or not. Return on a new investment would be considered significant if the yield received overvalues the amount of the investment. EVA it self has strength in stressing the assessment of company performance on added value, which is by calculating the increase of capital cost as consequence of an investment.

The study has several research cases are as follow. First, by measuring EVA are there any difference between TELKOM before and after joint operation, because of capital changes. Second, whether the changes of firm's debt proportion influence to EVA's changes.

The research method which are used to take t-sample to analyze comp ration between financial performance and EVA. And taking bi-varian correlation test to analyze correlation between the change of firm's debt proportion to EVA's changes.

The Results of these research show that there are significance difference between TELKOM before and after joint operation. The other result of research show that there is a correlation between the change of firm's debt proportion to EVA's changes in which the correlation will be converse. It can be define that the size of debt is rising; it will impact on the reduced EVA's firm values.

ABSTRAKSI

EVA merupakan suatu pendekatan penilaian kinerja perusahaan yang relative masih cukup baru dengan memperhatikan secara adil harapan para pemegang saham perusahaan. EVA dalam perusahaan dapat membantu perusahaan dalam menilai kinerjanya, apakah modal yang diterima perusahaan, baik modal hutang ataupun modal sendiri telah menciptakan nilai tambah bagi perusahaan atau tidak. Pengembalian dari suatu investasi baru akan berarti apabila besarnya hasil yang didapat melebihi besarnya modal yang dikeluarkan. EVA sendiri memiliki keunggulan dalam hal menitik beratkan pada penilaian kinerja perusahaan pada nilai tambah dengan telah memperhitungkan tambahan biaya modal.

Permasalahan pada penelitian ini adalah : pertama, dengan pengukuran menggunakan EVA apakah ada perbedaan kinerja keuangan pada TELKOM sebelum dengan sesudah KSO, mengingat telah terjadi perubahan struktur modal. Kedua, Apakah perubahan proporsi hutang mempengaruhi perubahan nilai EVA.

Metode Penelitian yang digunakan adalah melakukan uji beda t-sample untuk analisa perbandingan kinerja keuangan dengan EVA dan melakukan uji korelasi bi-varian untuk analisis hubungan perubahan proporsi hutang dengan perubahan nilai EVA.

Hasil penelitian penunjukan ada perbedaan yang signifikan pada kinerja keuangan TELKOM setelah dengan sebelum KSO. Hasil penelitian yang lain juga menunjukkan bahwa ada korelasi antara perubahan proporsi hutang dengan perubahan EVA dimana korelasinya bersifat berbanding terbalik. Ini dapat diartikan bahwa jika besarnya hutang mengalami kenaikan maka hal tersebut akan membawa akibat turunnya nilai EVA.

KATA PENGANTAR

Terima kasih kepada Allah yang Maha Esa atas karunia-Nya sehingga penulisan tesis ini dapat terselesaikan. Salah satu tujuan penulisan tesis ini adalah untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro, Semarang.

Tesis ini tidak dapat selesai tanpa adanya dorongan, bantuan, bimbingan, kesempatan serta kerjasama yang baik dari semua pihak yang terlibat dalam penulisan. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo, selaku Direktur Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang.
2. Bapak DR. H Imam Gozhali MKom, Akt. Selaku dosen Pembimbing utama yang telah banyak mencurahkan perhatian, tenaga dan dorongan kepada penulis, hingga selesainya tesis ini.
3. Bapak Drs. Prasentiono Msi. Selaku dosen pembimbing anggota atas dorongan, bimbingan serta saran-sarannya yang sangat berharga dalam penulisan tesis ini.
4. GM Keuangan PT TELKOM Div-Re IV yang telah menyediakan waktunya dan membantu dalam pemberian dukungan data-data dalam penulisan tesis ini.
5. Istriku, Herowati Inayah Spd dan Anak-anakku Nisa dan Sara, yang telah dengan sabar memberikan dorongan semangat hingga saya dapat menyelesaikan penulisan tesis ini.
6. Ibu, Ibu mertua dan seluruh kakakku yang telah memberikan nasehat-nasehat sebagai pendorong terselesaikannya penulisan tesis ini.

Akhirnya, semoga Tuhan melimpahkan rahmat dan hidayat kepada penulis dan kita semua

Harapan penulis semoga penulisan tesis ini bermanfaat, dan kritik serta saran yang membangun akan penulis terima untuk kemajuan penulis berikutnya.

Semarang, Januari 2004

Penulis,

Jatmiko

DAFTAR ISI	Halaman
Halaman Judul	i
Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
BAB I. PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	8
1.3. Tujuan Penelitian.....	9
1.4. Manfaat Penulisan	9
1.5. Metodologi Penelitian	10
1.6. Sistematika Pembahasan.....	10
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	
2.1. TELAAH PUSTAKA.....	12
2.1.1. Kinerja Perusahaan	12
2.1.2. Pengukuran Kinerja dengan Metoda EVA.....	13
2.1.2.1. Pengertian EVA (Economic Value Added)	13
2.1.2.2. EVA dan Nilai Perusahaan	14
2.1.2.3. Manfaat EVA bagi Perusahaan.....	15
2.1.2.4. Kelemahan EVA	16
2.1.3. Keunggulan EVA dibandingkan dengan Metode yang lain.....	17
2.1.4. Struktur Keuangan, Struktur Modal dan Biaya Modal	19
2.1.4.1. Struktur keuangan.....	19
2.1.4.2. Struktur Modal	20
2.1.4.3. Biaya Modal	21

	2.1.4.4. Biaya Hutang (<i>Cost of Debt = Kd</i>).....	21
	2.1.4.5. Biaya Modal Sendiri (<i>Cost of Equity</i>).....	23
	2.1.4.6. Biaya Modal Rata-rata tertimbang	23
	2.1.5. <i>Debt to Total Capital Assets</i> (Hutang terhadap Total Modal)...	24
	2.1.6. Kerja Sama Operasi (KSO)	24
	2.2. PENELITIAN TERDAHULU	25
	2.3. KERANGKA PEMIKIRAN TEORI.....	29
	2.4. HIPOTESIS PENELITIAN.....	31
	2.5. DIFINISI OPERASIONAL VARIABEL.....	31
BAB III	METODA PENELITIAN	
	3.1. JENIS DAN SUMBER DATA	32
	3.1.1. Jenis Data	32
	3.1.2. Sumber Data	32
	3.2. TEKNIK PENGUMPULAN DATA	33
	3.3. TEKNIK ANALISIS DATA.....	33
	3.3.1. Perhitungan EVA	34
	3.3.2. Analisis Perbandingan Kinerja TELKOM sebelum KSO dan setelah KSO.....	36
	3.3.3. Analisis Hubungan Perubahan Debt to Total Capital Asset dengan Perubahan EVA.....	36
BAB IV.	GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN	
	4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	38
	4.1.1. PT TELKOM Sebelum KSO	38
	4.1.2. PT TELKOM Sebelum KSO	38
BAB V.	ANALISIS PEMBAHASAN	
	5.1. Analisis Economic Value Added.....	41
	5.2. Analisis Perbandingan Kinerja TELKOM sebelum KSO dan setelah KSO.....	43
	5.3. Analisis Hubungan Perubahan <i>Debt to Total Capital Asset</i> dengan Perubahan EVA.....	46

BAB VI. KESIMPULAN DAN SARAN-SARAN

6.1. KESIMPULAN.....	47
6.2. IMPLIKASI KEBIJAKAN MANAJERIAL.....	48
6.3. AGENDA PENELITIAN YANG AKAN DATANG.....	49
DAFTAR PUSTAKA	50
DAFTAR RIWAYAT HIDUP.....	52

DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
Tabel 1.1. Kinerja Keuangan TELKOM Tahun 1994 s/d 1997	5
Tabel 2.1. Keunggulan Metode EVA dibandingkan dengan Metode Tradisional.....	18
Tabel 2.2. Hasil Penelitian Terdahulu Tentang Economic Value Added (EVA).....	28
Tabel 5.1. Kinerja PT TELKOM Div-Re IV Tahun 1994 -1997.....	42
Tabel 5.2. Perhitungan Perubahan EVA PT TELKOM sebelum KSO	44
Tabel 5.3. Perhitungan Perubahan EVA PT TELKOM sesudah KSO	45

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR	Halaman
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis	30

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN A.1. Perhitungan EVA TELKOM Tahun 1994

LAMPIRAN A.2. Perhitungan EVA TELKOM Tahun 1995

LAMPIRAN A.3. Perhitungan EVA TELKOM Tahun 1996

LAMPIRAN A.4. Perhitungan EVA TELKOM Tahun 1997

LAMPIRAN B Perhitungan r untuk menghitung t-test

LAMPIRAN C Perhitungan Varian untuk menghitung t-test

LAMPIRAN D Perhitungan r untuk korelasi perubahan EVA dengan Perubahan proporsi Hutang

BAB I PENDAHULUAN

1.1. LATAR BELAKANG

Adanya kehendak dari Pemerintah di berbagai negara di dunia untuk melakukan swastanisasi (privatization) BUMN (Badan Usaha Milik Negara) atau SOE (State Onwned Enterprice) pada bidang telekomunikasi makin meningkat, terutama sejak tahun 1984 yakni saat keberhasilan Pemerintah Inggris men-swasta-kan SOE-nya yang kemudian menjadi *British Telecom*, dan pemerintah Jepang yang berhasil dengan NTT (Nippon Telephone & Telegraph). Keberhasilan ini selalu menjadi contoh dan acuan negara-negara yang merencanakan swastanisasi BUMN-nya. (Setyanto P. Santoso, 1996).

Privatisasi merupakan proses penyerahan sebagian hak milik dari negara kepada swasta, atau kerjasama pengelolaan (kerjasama operasi) perusahaan antara negara dengan swasta. Proses penyerahan hak milik diikuti oleh penyerahan hak manajemen dan pengendalian (control) kepada pihak swasta. (Ainun Na'im, 1999).

Demikian hal-nya dengan pemerintah Indonesia, dimana pemerintah telah melakukan privatisasi pada BUMN dan salah satunya adalah PT TELKOM. Sebagai salah satu BUMN bidang telekomunikasi PT TELKOM telah melakukan privatisasi, dimana pengelolaan yang ditempuh dengan cara kerjasama operasi (KSO) dengan pihak swasta untuk beberapa divisi regional. PT TELKOM Divisi Regional IV, meliputi wilayah Jawa Tengah dan DIY merupakan salah satu wilayah regional yang melakukan kerjasama operasi (KSO) dimana pengelolaannya diserahkan pada pihak swasta (selanjutnya disebut PT TELKOM).

Adanya peran swasta dalam perusahaan BUMN (dalam hal ini PT TELKOM) membawa konsekuensi pada perubahan struktur keuangan yang dibarengi dengan perubahan tuntutan kinerja yang dipersyaratkan oleh pemilik modal (Ainun Na'im, 1999). Bila selama ini sebelum KSO pengukuran kinerja yang dilakukan PT TELKOM menggunakan pengukuran kinerja *Cash Ratio* dan *Current Ratio* untuk Rasio Likuiditas, serta *ROI*, *Operating Ratio* dan *Profit Margin* untuk Rasio Profitabilitas (Laporan Tahunan PT TELKOM, 1994), maka setelah KSO PT TELKOM dituntut mencari alternatif strategi untuk melakukan pengukuran kinerja sesuai dengan tuntutan pemilik modal.

Pengukuran kinerja perusahaan merupakan faktor yang sangat penting bagi perusahaan karena dengan pengukuran kinerja yang baik akan dapat memberikan gambaran yang baik dan jelas tentang keberhasilan suatu perusahaan. Dalam upaya untuk mengetahui kinerja perusahaan dengan tepat banyak sekali teknik pengukuran kinerja yang telah dibuat dan dipakai oleh kalangan pemilik modal maupun para manajer perusahaan.

Mengukur kinerja perusahaan secara obyektif hingga mampu menggambarkan kondisi riil cukup sulit. Berbagai model perhitungan untuk menilai perusahaan telah dilakukan sebagai upaya menghadirkan laporan keuangan perusahaan yang bermanfaat bagi lembaga kreditor & investor. Penelitian dari Mike Rousana (USAHAWAN, No.4, April 1993) mengatakan didorong oleh adanya ketidakpuasan atas lemahnya metode penilaian yang ada sekarang ini dan juga kelenahan-kelemahan yang lain yang disebabkan oleh mitos pasar serta ukuran-ukuran akuntansi yang kadang-kadang menyesatkan maka Stewart & Stern, analis keuangan dari Stewart & Co of New York City mencetuskan konsep *Economic Value Added* (EVA).

EVA sangat bermanfaat untuk digunakan sebagai penilai kinerja perusahaan dimana fokus penilaian yang digunakan adalah pada penciptaan nilai (*value*) bagi perusahaan (Siddharta Utama, 1997). Di Amerika Serikat semakin meluasnya penggunaan konsep ini terkait dengan semakin meningkatnya kesadaran para manajer disana, bahwa tugas mereka adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan nilai bagi para pemegang saham dan bukan untuk tujuan lain.

Penilai kinerja dengan menggunakan pendekatan EVA menyebabkan perhatian dari manajemen perusahaan sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Dengan pendekatan EVA para manajer akan berfikir dan juga bertindak seperti hal-nya pemegang saham yaitu meminimumkan investasi yang akan memaksimumkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat bunga modal sehingga pada akhirnya nilai perusahaan dapat dimaksimumkan.

Dengan EVA manajemen akan mengetahui berapa "*The True Cost of Capital*" dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal – Hal yang sesungguhnya menjadi perhatian dari para investor – bisa diperhatikan secara jelas, dan berapa jumlah yang sebenarnya dari modal yang diinvestasikan kedalam bisnis dengan tidak terpaku pada aturan-aturan akuntansi yang memperlakukan investasi seperti pada penelitian & pelatihan karyawan sebagai expense. Penerapan EVA sebagai total pengukuran kinerja perusahaan dianggap lebih objektif dan bisa menjembatani kepentingan manajemen maupun investor.

Perbedaan EVA dengan berbagai model atau metode pengukuran yang lain adalah bahwa EVA berangkat dari konsep biaya modal (*cost of capital*), yakni resiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya. Sesuai dengan hukum investasi

makin tinggi tingkat resiko investasi makin tinggi pula return yang dituntut oleh investor (Sidharta Utama, 1997).

Jika dalam model ROI dan ROA berhenti pada laba yang diraih maka EVA mengurangi laba dengan biaya modal. Sehingga manajemen perusahaan dituntut mampu untuk memilih investasi dengan tingkat kembalian (*return expectation*) yang tertinggi dengan tingkat resiko yang terendah. Kondisi EVA yang positif mencerminkan tingkat kompensasi yang lebih tinggi ketimbang tingkat biaya modal. Ini berarti, manajemen mampu menciptakan peningkatan kekayaan (*create value*) bagi perusahaan/pemilih modal. Sebaliknya EVA negative menggambarkan adanya penurunan nilai kekayaan (*destroyed value*).

Makin positif nilai EVA, makin bagus pula kinerja perusahaan itu, artinya manajemen telah menjalankan tugasnya dengan baik. Tak heran jika di Amerika kini kompensasi manajemen banyak dikaitkan dengan nilai EVA yang dicapainya. Semakin tinggi EVA makin tinggi pula bonus, kenaikan gaji dan berbagai fasilitas lain yang didapat. Namun jika EVA sampai bernilai negatif, maka bonus dan fasilitas yang diperoleh juga turun. Metoda EVA ini dipandang bisa membuat para manajer bertindak dari sudut pandang share holder dan memudahkan tugas komisaris dalam melakukan deal dengan manajemen perusahaan.

Menurut Mike Rousana (USAHAWAN No. 4, April 1993), pada dasarnya terdapat 3 cara dimana value dapat diciptakan, yaitu : Rate of return (tingkat pengembalian) dari modal yang ada bertambah dimana laba operasi yang dihasilkan dapat meningkat tanpa memasukkan lebih banyak dana kedalam perusahaan. Tambahan modal yang diinvestasikan lebih besar dari biaya untuk mendapatkan tambahan modal

tersebut. Modal dilikuidasi atau investasi dihentikan jika tingkat pengembalian yang didapat tidak memadai.

Kekuatan lain dari konsep EVA adalah metoda ini dapat mencakup ketiga kriteria diatas, hal ini lebih baik daripada beberapa metoda analisa fundamental tradisional. Dengan metoda EVA, manajemen dapat mengetahui tingkat pengembalian bersih dari modal, hal yang sesungguhnya menjadi perhatian investor bisa diperhatikan dengan jelas dan berapa jumlah sebenarnya dari modal yang telah diinvestasikan kedalam bisnis dengan tidak terpaku hanya pada aturan-aturan akuntansi saja.

Modal perusahaan adalah salah satu unsur yang penting dalam kegiatan usaha disamping sumber daya manusia & unsur yang lain. Oleh karenanya perusahaan akan selalu melakukan perencanaan yang baik berkenaan dengan modal. Struktur keuangan yang terbaik adalah dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Struktur keuangan terdiri dari hutang dan modal sendiri . Kenaikan proposi hutang didalam struktur hutang akan meningkatkan biaya hutang, yang pada akhirnya akan meningkatkan *Cost of Capital*. Sehingga pada akhirnya nanti akan mengakibatkan menurunnya EVA perusahaan.

Tabel 1.1. Berikut ini adalah kinerja keuangan TELKOM dari tahun 1994 - 1997

Tabel 1.1. Kinerja Keuangan TELKOM Tahun 1994 s/d 1997

Dalam jutaan rupiah					
No	Tahun	Total Modal	Modal Hutang	Profit Margin	Operating Ratio
1	1994	539,820	31,761	147,412	52%
2	1995	712,683	54,516	202,355	49%
3	1996	599,449	89,741	319,672	58%
4	1997	1,375,312	760,333	350,917	71%

Sumber : Laporan Tahunan PT TELKOM yang diolah.

Dari table diatas terlihat bahwa meskipun selama ini TELKOM dilihat dari *profit margin* mengalami keuntungan dengan *Operating Ratio* yang baik (kurang dari 100%), namun pengukuran diatas mengabaikan adanya biaya modal, sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan suatu nilai atau tidak (Siddharta

Utama, 1997). Sedangkan Brigham dan Gapenski (1997), mengidentifikasi bahwa biaya modal suatu perusahaan merupakan suatu yang sangat penting, karena memaksimalkan nilai perusahaan mensyaratkan bahwa semua biaya input, termasuk modal, diminimumkan, dan untuk dapat meminimumkannya, biaya modal harus dapat diestimasi. Apabila komponen biaya modal sendiri dimasukkan dalam perhitungan Tabel 1.1. maka akan terjadi perbedaan dengan hasil pengukuran kinerja sebelumnya, karena laba yang dihasilkan akan lebih kecil. Dengan demikian berarti perusahaan telah mengabaikan kepentingan investor terutama dalam hal besarnya kompensasi atas pengembalian yang dituntut investor.

Adanya peran swasta pada PT TELKOM juga membawa dampak tersendiri bagi karyawan TELKOM, karena pada saat sebelum KSO telah dilakukan sosialisasi terhadap karyawan PT TELKOM bahwa masuknya investor akan membantu pendanaan TELKOM dengan memberikan "fresh money" pada pengelolaan KSO, namun pada kenyataannya investor melakukan pengelolaan keuangan KSO dengan memasukan modal hutang pada struktur keuangan.

Ketidak-sesuaian antara saat sosialisasi dengan kenyataan saat pelaksanaan KSO terutama dalam hal pendanaan memberi menimbulkan kontra pada karyawan TELKOM, ditambah lagi dengan beberapa persyaratan program yang harus dipenuhi oleh investor ternyata belum dilaksanakan atau tidak tercapai untuk dilaksanakan yaitu meliputi Program Transfer Teknologi, Program *Universal Service Obligation* (USO), Program Pelatihan SDM dan Program Pengembangan fasilitas penelitian dan pengembangan (R & D).

Kondisi diatas menyebabkan tuntutan dari karyawan TELKOM untuk menghentikan program KSO ini. Namun demikian pemerintah tidak bisa begitu saja

melakukan penghentian KSO tanpa adanya dasar hukum dan dasar yang ilmiah yang mendukung penghentian program KSO tersebut.

Salah satu dasar yang ilmiah adalah dengan melakukan evaluasi kinerja keuangan pada TELKOM setelah dilakukan KSO dan dibandingkan dengan kinerja keuangan TELKOM sebelum dilakukan KSO, apakah terjadi peningkatan kinerja keuangan atau tidak? Bila tidak terjadi penurunan kinerja keuangan atau adanya KSO tidak memberikan nilai tambah, maka hal ini dapat dijadikan pertimbangan pemerintah untuk menghentikan program KSO tersebut.

Dari latar belakang inilah maka kinerja perusahaan PT TELKOM DIVRE-IV akan dievaluasi baik pada saat sebelum KSO maupun setelah KSO dengan menggunakan metode EVA sekaligus untuk melihat perbandingan kinerja perusahaan PT TELKOM antara sebelum KSO dengan setelah KSO.

Disamping itu kinerja perusahaan TELKOM akan dianalisis dengan metoda EVA sekaligus untuk melihat lebih jauh bagaimana keterkaitan atau hubungan antara komponen dalam struktur keuangan dalam hal ini hutang yang dipinjamkan oleh kreditur terhadap nilai tambah ekonomi dalam perusahaan (EVA). Apakah setiap perubahan dalam EVA memiliki perilaku atau pola yang sama dengan perubahan yang terjadi pada komponen struktur keuangan dalam hal ini *Debt to Total Capital Asset* (DCA). Atau sebaliknya apakah setiap perubahan proporsi hutang/*Debt to Total Capital Asset* memiliki perilaku atau pola yang sama dengan perubahan dalam EVA.

1.2. PERUMUSAN MASALAH

Adanya tuntutan dari karyawan TELKOM untuk menghentikan program KSO perlu mendapat perhatian pemerintah untuk segera mengevaluasi kinerja TELKOM setelah KSO apakah ada peningkatan kinerja perusahaan yang signifikan (sesuai dengan tujuan privatisasi atau KSO) jika dibandingkan dengan kinerja perusahaan sebelum KSO.

Perubahan Manajemen dari sebelum KSO dengan sesudah KSO telah mengakibatkan perubahan pada struktur keuangan. Perubahan kenaikan proporsi hutang didalam struktur modal menyebabkan biaya hutang meningkat. Biaya hutang sesudah pajak yang lebih tinggi menyebabkan rata-rata tertimbang biaya modal juga meningkat. Sehingga untuk selanjutnya akan berakibat pada penurunan nilai EVA perusahaan. Untuk itu manajemen perusahaan perlu untuk memperhitungkan hal ini dalam setiap keputusan strategis perusahaan, sehingga mereka perlu tahu hubungan antara perubahan proporsi hutang terhadap perubahan nilai EVA.

Berdasarkan hal-hal tersebut diatas, maka dapat dirumuskan permasalahan penelitian adalah sebagai berikut :

1. Adakah perbedaan kinerja keuangan menggunakan EVA pada PT TELKOM DIVRE-IV sebelum KSO dengan setelah KSO ?
2. Apakah ada hubungan antara perubahan proporsi hutang dengan perubahan nilai EVA perusahaan?
3. Bagaimana sifat dari hubungan tersebut apakah searah atau bertolak belakang?

1.3. TUJUAN PENELITIAN

Dari uraian yang telah disebutkan dalam latar belakang dan pada perumusan masalah, maka tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah :

1. Menganalisis perbandingan kinerja keuangan perusahaan menggunakan EVA pada PT TELKOM DIVRE-IV sebelum KSO dengan sesudah KSO.
2. Menganalisis hubungan antara perubahan struktur modal dalam hal ini debt to total capital asset ratio (tingkat hutang dalam harta) terhadap kinerja perusahaan EVA dengan mempergunakan metoda korelasi.
3. Menganalisis sifat hubungan antara perubahan struktur modal dalam hal ini debt to total capital asset ratio (tingkat hutang dalam harta) terhadap kinerja perusahaan EVA, apakah searah atau berlawanan arah.

1.4. MANFAAT PENULISAN

Kegunaan yang bisa diharapkan dari penelitian ini adalah :

1. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasinya.
2. Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan dalam kebijakan struktur keuangannya.
3. Bagi pemerintah, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan tentang perjanjian KSO apakah dapat terus dilanjutkan atau tidak.
4. Bagi Ilmu Pengetahuan, hasil penelitian ini menambah khasanah pengetahuan tentang pengukuran kinerja menggunakan EVA dalam praktek.

1.5. METODOLOGI PENELITIAN

Metodologi yang digunakan dalam penelitian ini secara singkat dapat dijelaskan sebagai berikut :

a. Jenis dan sumber data.

Data yang digunakan adalah Neraca dan Laba Rugi perusahaan TELKOM wilayah Jawa Tengah dan DIY. Sedangkan sumber data adalah sumber data sekunder dari laporan keuangan bulanan TELKOM wilayah Jawa Tengah dan DIY.

b. Teknik Pengumpulan Data.

Teknik pengumpulan data yang dipergunakan dengan mengambil data dari Laporan Keuangan TELKOM WITEL-VI selama periode januari 1994 sampai desember 1995 serta laporan keuangan bulanan PT TELKOM Divre-IV untuk periode januari 1996 sampai dengan desember 1997 melalui General Manager Keuangan.

c. Teknik Analisa Data.

Untuk menganalisis perbandingan kinerja digunakan test uji beda berpasangan (t-test sample related). Sedangkan untuk menganalisis hubungan degunakan uji korelasi bi-varian.

1.6. SISTIMATIKA PEMBAHASAN

Penelitian ini disajikan dalam 6 Bab sebagai berikut :

- Bab I Pendahuluan terdiri dari : Latar Belakang, Perumusan Masalah, Tujuan Penelitian, Manfaat Penulisan, dan Metodologi Penulisan.
- Bab II Telaah Pustaka dan Hipotesis terdiri dari : Telaah Pustaka, Penelitian Terdahulu, Kerangka Pemikiran Teoritis, Hipotesis Penelitian, Definisi Operasional Variabel.

- Bab III Metoda Penelitian terdiri dari : Jenis dan Sumber Data, Teknik Pengumpulan Data, dan Teknik Analisis Data.
- Bab IV Gambaran Umum Obyek Penelitian, terdiri dari : Gambaran Umum PT TELKOM sebelum KSO, PT TELKOM sesudah KSO.
- Bab V Analisis Pembahasan, terdiri dari : Analisis EVA, Analisis Perbandingan Kinerja TELKOM sebelum KSO dan sesudah KSO, Analisis Hubungan Perubahan Debt to Total Capital Asset (DCA) dengan perubahan EVA.
- Bab VI Penutup, terdiri dari Kesimpulan Penelitian, Implikasi Kebijakan Manajerial dan Agenda Penelitian yang akan datang.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. TELAAH PUSTAKA

2.1.1. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan keadaan atau tampilan secara utuh perusahaan selama periode tertentu. Kinerja keuangan perusahaan adalah hasil kerja yang dipengaruhi oleh kegiatan yang dilakukan perusahaan. Dengan mengamati laporan keuangan perusahaan, maka dapat diketahui keadaan dan perkembangan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian investor bisa memberikan penilaian tentang menguntungkan atau tidaknya kegiatan-kegiatan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan tersebut yang pada akhirnya mewakili kondisi perusahaan secara keseluruhan.

Penilaian atas kinerja suatu perusahaan biasanya dilakukan oleh para investor yang rasional sebelum diambil keputusan untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut. Bila kinerja suatu perusahaan baik, maka investor akan berusaha ikut ambil bagian dalam perusahaan tersebut dengan membeli saham perusahaan tersebut diharapkan pada masa mendatang keputusan investasi tersebut akan mendatangkan keuntungan yang berupa deviden bila investor tidak bermaksud menjual sahamnya, dan kapital gain diperoleh bila investor menjual sahamnya dengan harga yang lebih tinggi dari harga belinya. Sebaliknya jika kinerja perusahaan jelek menurut pandangan investor, maka investor yang bertindak rasional tidak akan menanamkan dananya pada perusahaan tersebut.

Informasi tentang kinerja perusahaan yang akan dijadikan obyek investasi dapat diperoleh dari prospektus yang dikeluarkan pada saat pertama kali perusahaan menawarkan sahamnya pada masyarakat (*Initial Public Offering*). Selain itu investor juga

berkepentingan terhadap perkembangan perusahaan yang menjadi obyek investasinya, apakah naik atau turun. Perkembangan kinerja ini dapat diketahui dari laporan keuangan triwulan, semesteran dan tahunan yang harus diserahkan pemilik secara teratur.

Walaupun demikian penilaian atas kinerja perusahaan ini bukan satu-satunya alat penilaian bagi investor dalam mengambil keputusan, karena masih banyak lagi faktor yang mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan investasi pada suatu saham. Misalnya : faktor resiko dan prospek dari perusahaan itu dimasa mendatang, psikologi investor, kondisi bursa saat itu, keadaan ekonomi dan politik makro dan lain-lain

2.1.2. Pengukuran Kinerja dengan Metoda EVA (*Economic Value Added*)

2.1.2.1. Pengertian EVA (*Economic Value Added*)

Metoda EVA pertama kali digunakan pada tahun 1991 oleh Stewart & Stern analis keuangan Stern Stewart Management Services dari akuntansi dari Amerika, dimana EVA mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi laba operasi setelah pajak dengan beban biaya modal (*cost of Capital*) yang ada sebagai akibat investasi yang dilakukan. EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*created value*) bagi pemilik modal, konsisten dengan tujuan memaksimumkan nilai perusahaan. Sebaliknya EVA yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor. Jadi EVA berhubungan langsung dengan nilai intrinsik perusahaan (Siddharta Utama,1997).

Sementara menurut versi Lee (1996) perhitungan EVA memfokuskan pada ekuitas dan bukan pada total modal. Dengan demikian perhitungan EVA yang mencakup laba bersih yang tersedia untuk pemegang saham dan biaya modal atas ekuitas :

$$\text{EVA} = \text{Laba bersih} - \text{Biaya modal atas ekuitas}$$

Walau terdapat berbagai versi, secara konseptual perhitungan EVA adalah sama yaitu mengurangi biaya modal dari Laba.

EVA dapat juga dinyatakan sebagai berikut :

$$\begin{aligned}\text{EVA} &= (\text{Total Modal}) \left(\frac{\text{Laba operasi setelah pajak}}{\text{Total Modal}} - \frac{\text{Total biaya modal}}{\text{Total Modal}} \right) \\ &= (\text{Total Modal}) (\text{Tingkat pengembalian atas modal} - \text{Tingkat biaya modal})\end{aligned}$$

Persamaan diatas menunjukan bahwa EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor atas investasi yang dikeluarkannya. Keadaan ini menunjukan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal, konsisten dengan tujuan memaksimumkan nilai perusahaan.

Sebaliknya EVA yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari pada tingkat pengembalian yang dituntut investor. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa manajer harus memaksimumkan EVA jika ingin meningkatkan nilai perusahaan. Selain sebagai pengukur kinerja perusahaan, EVA secara langsung menunjukan seberapa besar perusahaan telah menciptakan nilai bagi pemilik modal (Siddharta Utama, 1997).

2.1.2.2. EVA dan Nilai Perusahaan

Hubungan antara EVA dengan nilai perusahaan dapat dijelaskan, bahwa EVA dapat digunakan sebagai alat untuk menilai perusahaan apabila perhitungan EVA tidak

hanya pada periode masa kini tetapi juga mencakup periode yang akan datang. Hal ini disebabkan karena EVA pada suatu tahun tertentu menunjukkan besarnya penciptaan nilai pada tahun tersebut, sedangkan nilai perusahaan menunjukkan nilai sekarang dari total penciptaan nilai selama umur perusahaan tersebut (Siddharta Utama, 1997).

Bell-Ohlson, Lee (1996) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat dinyatakan sebagai penjumlahan dari total modal yang diinvestasikan ditambah nilai sekarang dari total EVA perusahaan dimasa datang.

Nilai Perusahaan = Total modal yang diinvestasikan + Nilai skarang dari EVA dimasa datang.

Persamaan diatas menunjukan bahwa EVA yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, dimana penciptaan nilai tersebut akan tercermin pada harga saham yang lebih tinggi. Sebaliknya nilai perusahaan akan lebih rendah dari total modal yang diinvestasikan apabila total EVA yang dihasilkan perusahaan tersebut negatif.

2.1.2.3. Manfaat EVA bagi perusahaan

Salah satu kelebihan EVA adalah kemampuannya menunjukan penciptaan nilai bagi share holders yang tidak mampu diberikan oleh model yang lain. Penilaian kinerja dengan model ini menyadarkan para eksekutif perusahaan untuk menyesuaikan kepentingan perusahaan dengan kepentingan *shareholders*.

Mereka akan berfikir dan bertindak seperti yang dilakukan para shareholders yakni memilih investasi yang mampu memaksimalkan tingkat return dan meminimalkan *cost of capital*, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. Dengan menggunakan model EVA investor akan dapat menentukan pilihan investasinya dengan tingkat return expectation yang tertinggi dengan tingkat resiko yang terendah.

Manfaat bagi perusahaan, model EVA akan mengingatkan eksekutif perusahaan agar lebih memperhatikan kebijakan struktur keuangannya agar lebih sehat dan likuid.. Dengan kebijakan struktur keuangan, eksekutif perusahaan akan mampu pula menyusun arus kas dengan lebih akurat.

2.1.2.4. Kelemahan EVA.

Seperti halnya metode pengukuran yang lain, selain memiliki keunggulan, EVA juga memiliki kelemahan. *Pertama*, EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada tahun tertentu. Di kini dan masa yang akan datang. *Kedua*, proses perhitungan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal, dan estimasi ini terutama untuk perusahaan yang belum go public, sulit untuk dilakukan dengan tepat. Kesalahan dalam perhitungan biaya modal dapat mengurangi manfaat dari EVA (Siddharta Utama, 1997).

Menurut Soetjipto(1997) EVA sebagai tolok ukur kinerja sumber daya manusia kurang valid karena perhitungan EVA yang sesungguhnya cukup rumit, masih mengandung unsure keberuntungan. EVA bukanlah tolok ukur kinerja bisnis yang baik karena hanya mengukur kinerja keuangan saja. EVA juga hanya mengukur hasil akhir (*out come*) dan tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentunya (*driver*).

Sedangkan menurut Alfred Rappaport, professor di Kellog Graduate School of Management, North Western University berpendapat bahwa EVA hanyalah merupakan tolok ukur jangka pendek dan berdasarkan *sunk cost* (investasi histories) (MC Conville, 1994). EVA menurut Rappaport, juga mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah. Investasi yang demikian umumnya memiliki resiko yang kecil sehingga secara tidak langsung EVA mendorong perusahaan untuk menghindari resiko padahal sebagian besar inovasi-inovasi dalam bisnis memiliki resiko yang sangat tinggi terutama dalam era pasar bebas yang penuh dengan ketidakpastian.

Pendapat lain tentang kelemahan EVA dikemukakan oleh G. Benneth Stewart III (1995), seorang senior partner di Stern Stewart & Co., bahwa EVA bukanlah lampu wasiat yang mampu merubah kondisi perusahaan dalam sekejap. Berdasarkan pengalamannya, perusahaan-perusahaan dengan total jumlah penjualan hingga US\$ 1 Milyar membutuhkan waktu 6 – 9 bulan untuk mengimplementasikan EVA secara utuh, sedangkan perusahaan-perusahaan yang lebih besar dari itu membutuhkan waktu beberapa tahun.

2.1.3. Keunggulan EVA Dibandingkan dengan Metoda yang Lain.

Menurut Farida P. Kiryanto (KOMPAS, 1997) keunggulan metode EVA dibandingkan dengan metode lainnya adalah :

- a. Metode EVA dapat berdiri sendiri tanpa harus ada ukuran atau angka lain sebagai pembanding atau analisis trend untuk menilai kinerja perusahaan. Dengan ukuran ini, tujuan memuaskan shareholders pada tingkat minimal bias dilakukan.
- b. Dengan menggunakan metode EVA investor akan dapat menentukan pilihan investasinya dengan tingkat *return expectation* yang tertinggi dengan tingkat resiko terendah. Investor dapat menentukan pilihan investasinya, apakah di pasar modal, perbankan, emas, tanah atau valuta asing.
- c. EVA mempunyai kemampuan menunjukkan penciptaan nilai bagi shareholders yang tidak mapu diberikan oleh metode yang lain. Penilaian kinerja dengan metode EVA menyadarkan para eksekutif perusahaan untuk menyesuaikan kepentingan perusahaan dengan kepentingan para pemegang saham.
- d. EVA berangkat dari konsep biaya modal (*cost of capital*), yakni resiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya, sesuai dengan hukum investasi, makin tinggi tingkat resiko investasi makin tinggi pula return yang dituntut investor. Jika

model *Return on Investment / Return on Equity* berhenti pada laba (*return*) yang diraih, EVA mengurangi laba dengan biaya modal. Sehingga, manajemen perusahaan dituntut mampu untuk memilih investasi dengan tingkat kembalian (*return expectation*) yang tertinggi dengan tingkat resiko yang terendah.

- e. Penggunaan model EVA membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian ke upaya penciptaan nilai perusahaan (*creating a firm's value*).

Tabel berikut ini menampilkan keunggulan EVA dibandingkan dengan metode tradisional seperti ROE dan ROI.

TABEL 2.1. : Keunggulan Metode EVA dibandingkan dengan Metode Tradisional

Metode Tradisional	Metode EVA
<ul style="list-style-type: none"> • Tidak memperhitungkan beban biaya modal, sehingga sulit untuk mengetahui apakah perusahaan telah menciptakan nilai perusahaan atau tidak. • Perhitungan sulit karena banyak berkaitan dengan analisa rasio 	<ul style="list-style-type: none"> • Fokus penilaian : nilai tambah dengan memperhitungkan beban biaya modal (COC) sebagai konsekuensi investasi. • Perhitungan EVA relatif mudah dilakukan, persoalannya hanya pada perhitungan biaya modal karena perlu data yang banyak dan analisa lebih mendalam
<p>Tidak dapat berdiri sendiri :</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Perlu data pembandingan, seperti standar industri/data perusahaan lain ➤ Perlu analisa rasio ➤ Seringkali data pembandingan tidak ada ➤ Perlu membuat trend/analisa kecenderungan. 	<p>Dapat berdiri sendiri (mandiri) :</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Tidak perlu data pembandingan dengan perusahaan sejenis. ➤ Tidak perlu analisa rasio ➤ Data tersedia dari neraca dan Laporan Laba Rugi ➤ Tak perlu membuat analisa kecenderungan/trend.

<p>Meskipun laba setelah pajak naik belum tentu EVA-nya juga naik, karena :</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Sangat tergantung pada struktur modal setiap komponennya. ➤ Manajer yang berhasil mencapai tingkat laba/ROI yang tinggi dianggap berhasil sehingga manajer hanya berorientasi pada keuntungan jangka pendek dan mengabaikan kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang 	<p>EVA mencoba melihat segi ekonomis dalam pengukuran kinerja perusahaan secara “Adil”, artinya :</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Memperhatikan harapan-harapan kreditur. ➤ Keadilannya dinyatakan dalam ongkos modal tertimbang dan pedoman pada nilai pasar, bukan pada nilai buku
<p>ROI, ROE dan laba sebagai pengukur kinerja perusahaan mengabaikan penciptaan nilai, misalnya :</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Apabila ada proyek yang menguntungkan kemungkinan ditolak karena mengejar ROI yang tinggi 	<ul style="list-style-type: none"> • EVA bisa dipakai sebagai tolok ukur dalam pemberian bonus kepada karyawan; memperhatikan karyawan, pelanggan dan pemodal • EVA bisa membantu dalam pertimbangan keputusan manajemen strategis.

2.1.4. Struktur Keuangan, Struktur Modal dan Biaya Modal.

2.1.4.1. Struktur Keuangan.

Struktur Keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya. (J. Fred Weston & Thomas E. Copeland, 1997). Struktur keuangan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca, yang terdiri dari modal asing dan modal investor atau modal sendiri. Modal Asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan, dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan “hutang” yang pada saatnya harus dibayar kembali. Penggolongan hutang ada yang membagi dalam dua golongan, yaitu hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang. Dengan demikian struktur keuangan meliputi :

- (1) Modal sendiri, dimana termasuk didalamnya adalah modal saham dan surplus dalam segala bentuknya.
- (2) Hutang Jangka Panjang, adalah modal asing atau hutang dengan waktu pengembalian lebih dari satu tahun.
- (3) Hutang Jangka Pendek, adalah modal asing atau hutang dengan waktu pengembalian kurang dari satu tahun.

2.1.4.2. Struktur Modal.

Struktur modal atau kapitalisasi perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Jadi struktur modal merupakan sebagian dari struktur keuangan. Modal pemegang saham (*Equity* = E) terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi laba ditahan.

Modal merupakan salah satu elemen terpenting dalam peningkatan pelaksanaan kegiatan perusahaan disamping sumber daya manusia, mesin, material dan metode. Oleh karenanya perusahaan wajib untuk melakukan perencanaan yang berkenaan dengan modal, baik menambah maupun mengurangi modal sendiri. Pemenuhan modal perusahaan dapat dilakukan melalui dua cara, yaitu modal sendiri atau securitas konvensional yang diterbitkan oleh perusahaan dan yang diperjual belikan di bursa efek dalam bentuk saham dan obligasi (M. Noor Aliansyah, 2001).

Struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen (Warsono, 1998), yaitu :

1. Hutang jangka panjang (*long term debt*), yaitu hutang yang masa jatuh tempo pelunasannya lebih dari sepuluh tahun. Komponen ini terdiri dari hutang hipotik (*mortgage*), dan obligasi (*bond*).

2. Modal Sendiri (*equity*), yang terdiri atas saham preferen (*preferred stock*) dan saham biasa (*common stock*).

2.1.4.3. Biaya Modal.

Biaya modal adalah biaya yang harus dikeluarkan atau dibayar untuk mendapatkan modal, baik yang berasal dari hutang, saham preferen ataupun saham biasa. Jadi biaya modal terdiri dari biaya hutang, biaya modal sendiri dan biaya saham preferen.

Biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau pengembalian yang dituntut investor maupun kreditor atas modal yang diinvestasikan maupun dipinjamkan pada perusahaan. Besarnya kompensasi tergantung pada tingkat resiko perusahaan yang bersangkutan. Semakin tinggi tingkat resiko, semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor dan kreditor (Bambang Riyanto, 1995).

Modal berasal dari dua sumber dana yaitu hutang dan ekuitas. Kompensasi yang diterima pemilik modal dalam bentuk deviden dan capital gain. Besarnya tingkat biaya modal ditentukan berdasarkan rata-rata tertimbang dari tingkat bunga setelah pajak dan tingkat biaya modal atas ekuitas, sesuai dengan proporsi hutang dan ekuitas pada struktur modal perusahaan (Siddharta Utama, 1997).

Biaya modal menurut Keown, dkk (1995) merupakan tingkat pengembalian atas seluruh investasi perusahaan, yang meliputi seluruh tingkat pengembalian yang dipersyaratkan oleh semua para pemilik dana investasi. Dalam konteks ini biaya modal merupakan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted average cost of capital*), yang melibatkan semua komponen sumber pembelanjaan.

2.1.4.4. Biaya Hutang (Cost of Debt =Kd).

Biaya hutang adalah suatu tingkat bunga yang harus diterima oleh kreditor sebagai tingkat pengembalian yang disyaratkan (Warsono, 2001). Sedangkan menurut

Suad Husnan(1998) biaya modal yang diisyaratkan bagi para kreditor sebagai *Cost of debt* atau biaya hutang adalah :

$$K_d = F/B$$

Dimana dalam hal ini K_d adalah biaya hutang. F adalah beban bunga/bunga hutang yang dibayarkan oleh perusahaan (atau diterima oleh kreditor), B adalah nilai hutang.

Konsep biaya hutang yang digunakan adalah biaya hutang setelah pajak. Hal ini didasarkan pada argument bahwa perusahaan yang menggunakan sebagian dananya dari hutang akan terkena kewajiban membayar bunga. Bunga merupakan salah satu beban bagi perusahaan (*interest expense*). Dengan adanya beban bunga ini akan menyebabkan besarnya pembayaran pajak penghasilan menjadi berkurang. Untuk itu beban bunga dianggap sebagai pos deduksi pembayaran pajak.

Biaya hutang setelah pajak didapatkan dengan mengalikan tingkat bunga sebelum pajak dengan $(1-T)$, dimana T adalah tingkat pajak marjinal. Jika K_i adalah biaya hutang setelah pajak, maka biaya hutang baru (K_i) dapat dirumuskan sebagai berikut (Warsono, 2001) :

$$K_i = K_d (1 - T).$$

Perhitungan tingkat pajak (*taxes rate*) harus dilakukan dengan peraturan pajak yang berlaku. Besarnya tingkat pajak yang berlaku di Indonesia saat ini menurut Sumitro, Tjahjono dan Husein (1999) adalah menggunakan tariff progresif berlapis, dengan ketentuan sebagai berikut :

1. Laba sebelum pajak < Rp. 25,00 juta = 10 %
2. Laba sebelum pajak Rp 25,00 – Rp 50,00 juta = 15 %
3. Laba sebelum pajak > 50,00 juta = 30 %.

Dari perhitungan pajak dengan menggunakan tarif progresif diatas, maka untuk mencari pajak perusahaan dapat dihitung dengan rata-rata tertimbangnya.

2.1.4.5. Biaya Modal Sendiri (*Cost of Equity*).

Biaya modal sendiri menunjukkan tingkat keuntungan yang diinginkan oleh pemilik modal sendiri sewaktu mereka bersedia menyerahkan dana tersebut ke perusahaan. Biaya modal sendiri dirumuskan sebagai berikut (Suad Husnan, 1998) :

$$K_e = E / S$$

Dalam hal ini S adalah nilai pasar modal sendiri, E adalah laba per lembar saham (atau laba yang tersedia bagi pemilik perusahaan). Sedangkan K_e adalah biaya modal sendiri. Atau menurut Biaya Modal dapat juga dirumuskan sebagai berikut (Gatot Widayanto, 1993) :

$$K_e = L/S$$

Dimana L adalah Laba bersih yang diperoleh, S adalah modal sendiri.

2.1.4.6. Biaya Modal Rata-rata tertimbang (*Weigthed Average Cost of Capital/WACC*).

Bila dalam suatu investasi dibiayai oleh berbagai sumber dana, dan masing-masing sumber dana mempunyai biaya yang berbeda-beda, maka perlu dihitung rata-rata tertimbang dari biaya-biaya modal tersebut.

Formula untuk menghitung Biaya rata-rata tertimbang adalah :

$$WACC = (E / (D+E))K_e + (D / (D+E)) K_d$$

Dimana :

D (Debt) = Hutang

E (Equity) = modal sendiri.

2.1.5. *Debt to Total Capital Assets* (Hutang terhadap Total Modal)

Debt to Total Capital Assets Ratio/ DCA (Rasio Hutang terhadap Total Modal) atau proporsi hutang adalah perbandingan total hutang terhadap total Modal/Aktiva atau dengan metode perhitungan (Agus Sartono, 1998) :

$$DCA = \frac{\text{Hutang Lancar} + \text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Jumlah Modal/Aktiva}} \times 100 \%$$

Atau dengan interpretasi bahwa beberapa bagian dari keseluruhan kebutuhan dana yang dibelanjakan dengan Hutang. Makin tinggi nilai hutangnya maka makin besar nilai DCA-nya.

2.1.6. Kerjasama Operasi (KSO).

Kerjasama Operasi merupakan salah satu bentuk privatisasi yaitu merupakan proses penyerahan hak milik (sebagian) dari Negara kepada swasta atau kerjasama pengelolaan perusahaan antara negara dengan swasta. Proses penyerahan hak milik ini diikuti oleh penyerahan hak manajemen dan pengendalian (control) kepada pihak swasta. Paling tidak ada 3 (tiga) tujuan yang ingin dicapai oleh Negara dalam proses privatisasi ini (Ainun Na'im, 1999):

1. Menciptakan suatu mekanisme pengendalian BUMN yang lebih mendukung pada praktek bisnis yang lebih kompetitif dan fair untuk efisiensi ekonomi Negara.
2. Untuk meningkatkan tingkat efisiensi, kinerja dan peranan BUMN dalam pembangunan ekonomi Indonesia.
3. Meningkatkan kinerja pasar modal.

Ada beberapa factor yang mendorong perlunya privatisasi dan restrukturisasi BUMN melalui kerjasama operasi (KSO), yaitu meliputi (Ainun Na'im, 1999):

1. Infisiensi dan kinerja yang rendah.

2. Upaya meminimumkan campur tangan, birokrasi dan kontrol pemerintah (yang tidak efisien).
3. Arus privatisasi sendiri yang telah banyak terjadi di Negara-negara baik yang maju seperti Inggris, Jepang dan Kanada, maupun Negara berkembang seperti Malaysia, Thailand, Filipina, Mexico dan lain-lain.

Kerjasama Operasi mempunyai pengaruh pada aspek makro dan aspek mikro. Aspek Makro adalah keterkaitan kerjasama operasi dengan Negara dan masyarakat, pasar modal, kontribusi BUMN pada Negara dan sebagainya. Sedangkan aspek mikro-nya meliputi dampak dan hubungan kerjasama operasi dengan perusahaan beserta pihak-pihak dan komponen perusahaan seperti pemilik, manajemen dan pegawai perusahaan.

2.2. PENELITIAN TERDAHULU

Beberapa penelitian yang menunjang digunakannya EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan dilakukan oleh **Lehn dan Makhija** (1996), keduanya profesor di Katz Graduate School of Business Administration, University of Pittsburgh, Amerika Serikat. Mereka meneliti kaitan antara berbagai pengukuran kinerja seperti EVA, ROA dan ROE dengan tingkat pengembalian saham (*stock return*) yang secara umum dianggap sebagai pengukur terbaik dari kinerja perusahaan. Dan hasilnya adalah EVA berkorelasi positif dengan tingkat pengembalian saham dan dibandingkan dengan pengukuran lainnya EVA berkorelasi paling kuat dengan tingkat pengembalian saham. Hasil penelitian ini mendukung keefektifan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

Selanjutnya **Stephen F. O'Byrne** (1996), melakukan penelitian di pasar modal (NYSE) dan hasilnya adalah bahwa perubahan EVA dalam 5 tahun menjelaskan

perubahan nilai pasar sebesar 74%. Sementara perubahan *earning* pada periode yang sama hanya menjelaskan perubahan sebesar 24% dan 64%.

George Benner Stewart III (GBS III) (1991), menguji sampel 476 perusahaan industri pada pasar modal selama tahun 1984-1988, melalui analisis regresi dari setiap perubahan MVA terhadap EVA serta ukuran-ukuran kinerja perusahaan (*common performance measure*) seperti ROE, dividen, cashflow, EPS dan lain-lain. Hasilnya menunjukkan bahwa EVA memiliki R² (r-determinan, menggambarkan korelasi antara variabel yang diregres) yang tertinggi yaitu 0.44, sedangkan *Return on Capital*, *Return on Equity*, *Growth in Cash-flow* dan bahkan *Growth in dividend*, lebih rendah dari itu.

Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa *stock return* dan EVA per saham berkorelasi cukup signifikan, namun mereka juga mengemukakan bahwa EVA bukanlah satu-satunya pengukur kinerja yang dapat dikaitkan dengan stock return. Hampir 80% dari stock return 566 perusahaan dalam sampelnya tidak dapat diterangkan dengan EVA. ROA (*Return on Asset*) masih dianggap lebih baik dan berkorelasi sedikit lebih tinggi dari pada EVA (dengan R² sebesar 24.5 % dibanding R² EVA sebesar 20.2 %), sedangkan EPS (*earning per share*). Sedangkan EPS (*earning per share*) dan ROE (*return on equity*) hanya mampu menerangkan variasi stock return lebih kurang 5 – 7 % saja.

Grant (1996) juga melakukan penelitian untuk menguji pengaruh EVA terhadap nilai perusahaan dengan regresi MVA dengan EVA (keduanya dibagi dengan modal), dan hasilnya menunjukkan hubungan yang positif.

Sedangkan untuk penelitian EVA di pasar modal Indonesia **Mike Rousana** (1997) telah melakukan penelitian terhadap 30 perusahaan publik dan hasilnya menyimpulkan bahwa EVA justru independen terhadap *Market Value Added* (MVA) atau

tidak terdapat hubungan antara EVA dengan MVA. Tidak terdapat keterkaitan yang signifikan antara perubahan EVA dengan perubahan MVA. Dijelaskan oleh Rousana bahwa tiadanya keterkaitan antara EVA dengan MVA, mungkin disebabkan oleh karena adanya faktor-faktor (mis. Inside information) yang menyebabkan harga saham yang terbentuk di pasar modal (dari mana MVA dihitung), tidak mencerminkan seluruh informasi yang ada (sebagian pelaku memperoleh abnormal return sementara yang lain tidak). Kesimpulan lain dari penelitian Rousana, khususnya tentang EVA dan Leverage yang menunjukkan adanya hubungan yang signifikan untuk periode pengamatan yang sama.

Dewanto (1998) menguji kembali EVA terhadap harga pasar saham di Bursa Efek Jakarta seperti yang dilakukan Rousana (1997) dengan tahun pengamatan yang berbeda yaitu dengan periode penelitian 1994 – 1996. Dewanto kembali mendapat kesimpulan yang sama tentang EVA yaitu bahwa EVA tidak berkorelasi secara signifikan terhadap proporsi hutang dan proporsi saham. Perubahan pada proporsi struktur modal sendiri akan mempengaruhi nilai EVA. Dalam analisisnya Dewanto mengkorelasikan EVA-MVA dan EVA-Proporsi hutang/modal secara langsung dengan korelasi Spearman. Penelitian ini mengandung beberapa kelemahan yaitu mengkorelasi EVA-MVA secara langsung dan bukannya peningkatan/penurunan MVA. Karena seperti yang dinyatakan oleh Al Ehrbar, salah satu Vice President dari Stern Steward Co. yang penting bukannya nilai EVA itu sendiri namun peningkatan atau penurunannya, seperti yang telah disebutkan dimuka.

Agus Sartono dan Kusdhianto (1996), meneliti tentang pengaruh EVA terhadap nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham pada perusahaan public dengan tahun pengamatan 1994 – 1996. dalam penelitian tersebut disimpulkan bahwa tidak ditemukannya hubungan antara Δ EVA-MVA, EVA-MVA dan Δ EVA- Δ MVA.

Ekspektasi pemegang saham terhadap tingkat pertumbuhan EVA (ΔEVA) dimasa yang akan datang tidak sejalan dengan tingkat pertumbuhan EVA saat ini. Tidak adanya hubungan yang signifikan antara $EVA_{RET-\alpha}$ maupun $EVA - \alpha$. Hubungan antara $EVA - D/V$ cenderung lebih kuat dibandingkan antara $\Delta EVA - \Delta D/V$ dan $\Delta EVA - D/V$, hal ini juga membuktikan bahwa teori struktur modal MM-modal dalam proporsi kedua yang menyatakan bahwa dalam kondisi terdapat pajak, maka penggunaan hutang yang lebih besar akan meningkatkan nilai perusahaan.

Jogiyanto Hartono dan Chendrawati (1999) melakukan riset untuk menguji EVA dan ROA terhadap pengembalian saham dengan sample ILQ45. Dari hasil penelitiannya disimpulkan bahwa ROA memiliki hubungan yang lebih baik terhadap pengembalian saham dibandingkan dengan EVA. Hasil penemuan lainnya menyatakan bahwa EVA tidak signifikan dalam menjelaskan pengembalian saham.

Secara ringkas hasil-hasil penelitian terdahulu dapat dilihat pada Tabel 2.2.

Tabel 2.2. Hasil Penelitian Terdahulu Tentang *Economic Value Added* (EVA)

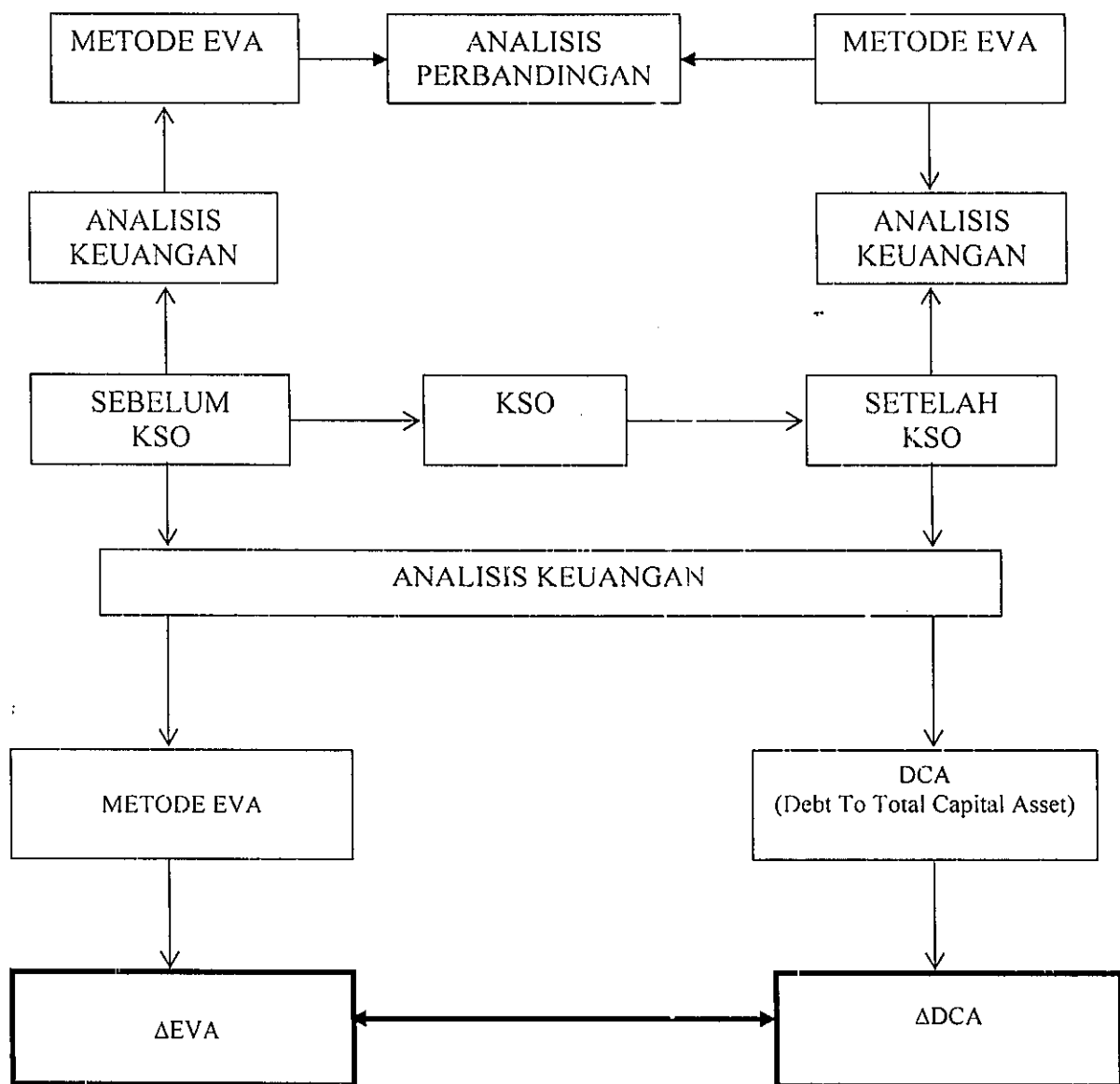
No	Peneliti	Tahun Penelitian	Variabel	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Lehn dan Anil K. Makhija	1996	Stock return & EVA	Korelasi	EVA berkorelasi positif dengan stock return
2	Dodd dan Chen	1996	EPS, ROA, ROE dan EVA	Regresi	EVA dan Stock return berkorelasi secara signifikan, ROA berkorelasi sedikit lebih tinggi dari pada EVA, EPS dan ROE hanya mampu menerangkan variasi stock return 5 – 7 %.
3	Grant	1996	MVA dan EVA	Regresi	Ada hubungan positif antara MVA dengan EVA
4	Agus Sartono dan Kusdhianto	1996	EVA, MVA, abnormal return, proporsi hutang/modal sendiri	Spearman	Tidak ditemukannya hubungan antara $\Delta EVA - MVA$, $EVA - MVA$ dan $\Delta EVA - \Delta MVA$
5	Rousana	1997	MVA dan EVA	Spearman	Hasil korelasi antara EVA dan MVA tidak menunjukkan

					korelasi yang signifikan
6	Dewanto	1998	EVA dan Harga pasar saham (MVA)	Spearman	EVA tidak berkorelasi secara signifikan terhadap proporsi hutang dan proporsi saham.
7	Jogiyanto Hartono dan Chendrawati	1999	EVA dan ROA	Regresi	ROA memiliki hubungan yang lebih baik terhadap pengembalian saham dibanding dengan EVA, dan EVA tidak signifikan dalam menjelaskan pengembalian saham.

Pada penelitian ini selain menganalisa perbandingan kinerja perusahaan sebelum KSO dengan sesudah KSO, juga menganalisa hubungan perubahan proporsi hutang (*Debt to Total Capital Asset*) dengan perubahan EVA dalam studi kasus pada KSO PT TELKOM DIVRE-IV periode yaitu tahun 1994 sampai dengan 1997.

2.3. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Mendasarkan pada kegiatan operasional KSO PT TELKOM DivRe-IV melalui Laporan Keuangan selama periode waktu 2 (dua) tahun sebelum privatisasi (1994 – 1995) dan 2 (dua) tahun (1996 – 1997) akan dilakukan penelitian perbandingan pengukuran kinerja keuangan menggunakan metode EVA sebelum KSO dengan sesudah KSO. Kemudian akan juga dilakukan analisa hubungan antara perubahan struktur keuangan dalam hal ini ditunjukkan dengan perubahan proporsi hutang perusahaan (*Debt to Total Asset Ratio*). Dari penjelasan diatas, maka kerangka pemikiran teori pada penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis

2.4. HIPOTESIS PENELITIAN

Dari perumusan masalah diatas, maka hipotesis yang perlu dikemukakan adalah :

Hipotesis 1 :

Ho : Tidak ada perbedaan kinerja keuangan menggunakan EVA pada sebelum KSO dengan kinerja keuangan sesudah KSO.

Ha : Ada perbedaan kinerja keuangan menggunakan EVA pada sebelum KSO dengan kinerja keuangan sesudah KSO.

Hipotesis 2 :

Ho : Tidak ada hubungan antara perubahan DCA (Debt to Total Capital Asset) dengan perubahan nilai EVA.

Ha : Ada hubungan antara perubahan DCA (Debt to Total Capital Asset) dengan perubahan nilai EVA.

2.5. DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

- a. Variabel pertama dalam penelitian ini *Economic Value Added* (EVA) yang akan diukur dalam skala numeric untuk menilai kinerja perusahaan. Dan diukur dalam skala Ratio untuk menentukan perubahan kinerja perusahaan.

Rumus dari EVA ini adalah :

$$\text{EVA} = \text{EBIT} - \text{beban pajak} - \text{biaya modal.}$$

- b. Variabel kedua dalam penelitian ini adalah *Debt to Total Capital Asset* (DCA) yaitu tingkat hutang dalam total modal.

Rumus dari DCA adalah :

$$\text{DCA} = \text{Hutang} / \text{Total Modal}$$

BAB III

METODA PENELITIAN

3.1. JENIS DAN SUMBER DATA

3.1.1. Jenis data

Jenis data yang dipergunakan pada penelitian ini adalah Data Sekunder yaitu data yang bukan diusahakan sendiri pengumpulannya oleh peneliti (Marzuki, 1986 :55). Data sekunder ini merupakan data yang terlebih dahulu dikumpulkan dan dilaporkan oleh pihak lain, misalnya jurnal-jurnal keuangan, neraca, laporan laba/Rugi, majalah-majalah, keterangan-keterangan atau publikasi lain.

Data sekunder disini berupa Laporan Keuangan Bulanan PT TELKOM DIVRE-IV periode 1994 – 1997 yang berisi :

- Neraca Bulanan
- Laporan arus kas periode 1994 – 1997.
- Catatan atas laporan arus kas periode 1994 – 1997.

2.1.2. Sumber Data

Sumber data untuk penelitian ini mencakup :

Sumber data sekunder berasal dari

1. Laporan Tahunan PT TELKOM DivRe-IV tahun 1994 – 1997.
2. Laporan bulanan KSO PT TELKOM DivRe-IV.

Adapun periode penelitian atau data yang digunakan adalah dari tahun 1994 sampai 1997..

3.2. TEKNIK PENGUMPULAN DATA

Teknik pengumpulan data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah dengan cara pengambilan data pada PT TELKOM Div-Re IV melalui General Manager Keuangan berupa Laporan Keuangan bulanan.

3.3. TEKNIK ANALISIS DATA

Sebelum menganalisis perbandingan kinerja perusahaan sebelum KSO dan sesudah KSO, maka langkah pertama yang harus dilakukan adalah menghitung nilai EVA perusahaan tiap bulan. Dari hasil nilai EVA yang didapat akan dapat terlihat apa arti dari nilai EVA tersebut. Jika nilai EVA perusahaan > 0 , maka berarti telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan. Sebaliknya, jika nilai EVA perusahaan < 0 , maka berarti tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis pada perusahaan. Kemudian dilakukan uji beda dengan menggunakan uji beda t-sample berpasangan (t-test sample related).

Data yang digunakan untuk menghitung nilai EVA adalah jumlah biaya modal hutang (cost of debt), beban bunga, kewajiban bunga, jumlah pajak, biaya modal sendiri.

Langkah selanjutnya adalah menghitung struktur permodalan perusahaan guna menganalisis hubungan antara perubahan struktur modal dengan perubahan nilai EVA perusahaan sesuai dengan tujuan dan permasalahan penelitian yang sudah diungkapkan dimuka. Kemudian untuk menjawab persoalan penelitian yang kedua dilakukan analisis hubungan antara perubahan nilai EVA dengan perubahan DCA, dihitung dengan menggunakan test statistik korelasi bivarian.

Secara rinci langkah-langkah tersebut dapat diuraikan seperti berikut.

3.3.1. Perhitungan EVA

Menghitung nilai EVA perusahaan adalah dengan rumus :

$$EVA = \text{Laba sebelum bunga dan pajak} - \text{Pajak} - \text{Biaya Modal}$$

Dimana Biaya Modal disini adalah Biaya Modal Tertimbang, sehingga untuk dapat menghitung EVA terlebih dahulu menghitung Biaya Modal Tertimbang.

Adapun langkah – langkah menghitung Biaya Modal Tertimbang (Gatot Widayanto, 1993) adalah sebagai berikut :

1. Menghitung biaya hutang (*Cost of Debt*).

Biaya hutang menunjukkan berapa biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan, karena perusahaan menggunakan dana yang berasal dari pinjaman. Atau biaya hutang adalah bunga yang dibayarkan atas hutang yang tercermin dalam laporan laba/rugi.

$$B = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1 + K_d)^t} \dots\dots\dots(1)$$

Dimana : B = Nilai Hutang

 F = Beban Bunga

 K_d = tingkat keuntungan

Karena $n = \infty$, maka disederhanakan menjadi :

$$B = F/K_d$$

$$K_d = F/B$$

$$K_i = K_d (1 - T) \dots\dots\dots(2)$$

K_i : Biaya hutang setelah pajak

T : Tax = Tingkat Pajak

2. Menghitung Struktur Permodalan (dari neraca).

Modal dalam perusahaan terdiri dari 2 komponen, yaitu :

1. Modal hutang yang terdiri atas hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek.
2. Modal sendiri (*equity*).

Jumlah antara modal hutang dan modal sendiri didapatkan total modal.

Untuk menghitung komposisi modal hutang dalam struktur permodalan digunakan rumus:

$$\frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Modal}} \times 100 \% \dots \dots \dots (3)$$

Sedangkan untuk menghitung komponen modal sendiri (*equity*) dalam struktur permodalan digunakan rumus :

$$\frac{\text{Modal sendiri}}{\text{Total Modal}} \times 100 \% \dots \dots \dots (4)$$

3. Menghitung biaya modal tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*).

$$WACC = \frac{E}{E + D} (K_e) + \frac{D}{E + D} (K_i) \dots \dots \dots (5)$$

Dimana : D = Debt : Hutang

E = Equity : Modal sendiri

K_e = Laba

K_i = Biaya modal hutang

Dengan didapat biaya modal tertimbang maka dapat dihitung nilai EVA, yaitu

4. Menghitung nilai EVA

$$EVA = EBIT - \text{beban pajak} - \text{biaya modal} \dots \dots \dots (6)$$

3.3.2. Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan dengan EVA

Untuk menjawab persoalan penelitian pertama dilakukan analisis perbandingan kinerja perusahaan dengan metoda EVA pada saat sebelum KSO dengan setelah KSO. Teknik analisis yang akan dipakai dalam penelitian ini, untuk menjawab hipotesa 1 adalah dengan uji beda t-sample berpasangan (*t-test sample related*), hal ini dilakukan karena sampel berkorelasi/berpasangan. Adapun rumus uji beda yang digunakan adalah :

$$t = \frac{X_1 - X_2}{\sqrt{\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2} - 2r \frac{S_1}{n_1} \frac{S_2}{n_2}}} \dots\dots\dots (7)$$

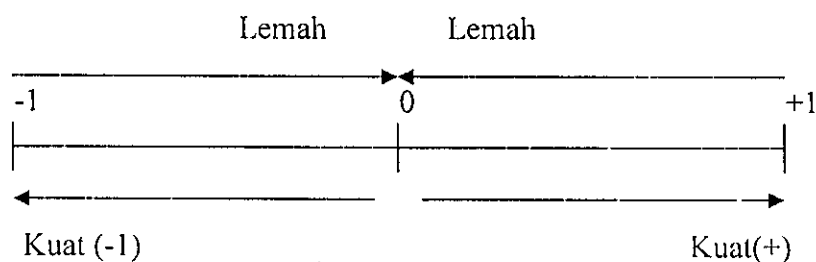
3.3.3. Analisis Hubungan Perubahan *Debt to Total Capital Asset* dengan Perubahan EVA.

Untuk menjawab persoalan penelitian yang kedua dilakukan analisis hubungan antara perubahan hutang perusahaan dengan perubahan EVA perusahaan.

Analisis dilakukan dengan menggunakan test statistik dengan uji korelasi bivarian. Adapun rumus uji korelasi bivarian yang digunakan adalah :

$$r_{xy} = \frac{n \sum X_1 Y_1 - \sum X_1 \sum Y_1}{\sqrt{\{n \sum X_1^2 - (\sum X_1)^2\} \{n \sum Y_1^2 - (\sum Y_1)^2\}}} \dots\dots\dots (8)$$

Analisa korelasi (*correlation Analysis*) dimaksud untuk mengetahui apakah ada hubungan antar variable, apakah hubungannya positif atau negatif, sempurna atau tidak sempurna, cukup kuat atau tidak.



Kalau r_{xy} mendekati +1 atau -1 adalah kuat, bila mendekati 0 adalah lemah, sedangkan kalau cukup kuat $r_{xy} > 0.5$.

Batas-batas koefisien korelasi :

$$-1 < r_{xy} < +1$$

Dari formula tersebut maka apabila :

Nilai $r_{xy} = +1$ hubungan X dan Y dikatakan sempurna (kuat) dan positif.

Nilai $r_{xy} = -1$ hubungan X dan Y dikatakan sempurna (kuat) dan negatif.

Nilai $r_{xy} = 0$ hubungan X dan Y dikatakan lemah sekali/tidak ada hubungan.

BAB IV

GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

4.1. GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

4.1.1. PT TELKOM SEBELUM KSO

PT TELKOM sebelum kerjasama operasi merupakan Badan Usaha milik Negara yang dikelola penuh oleh Negara. Dalam pengelolaannya berdasarkan wilayah kerja TWLKOM dibagi dalam beberapa wilayah usaha telekomunikasi (WITEL). Untuk wilayah Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Jogjakarta merupakan wilayah usaha telekomunikasi ke VI yang mengelola telekomunikasi secara menyeluruh yang meliputi pelayanan :

1. Fixed telepon (telepon rumah).
2. STKBN (Sistem Telepon Kendaraan Bergerak Nasional).
3. Telex.
4. Pemeliharaan Jaringan Telekomunikasi.
5. Data Komunikasi.

Disamping usaha telekomunikasi, wilayah usaha telekomunikasi (WITEL) juga mengelola usaha non telekomunikasi seperti penginapan, wisma dan hotel-hotel serta jasa pariwisata lainnya.

4.1.2. PT TELKOM SESUDAH KSO

Setelah adanya privatisasi pada jasa pelayanan telekomunikasi, maka PT TELKOM melakukan deversifikasi usaha dengan melakukan hal-hal sebagai berikut :

1. Mendirikan anak perusahaan untuk mengelola jasa telekomunikasi STKBN.
2. Mereorganisasi perusahaan berdasarkan jenis jasa pelayanan telekomunikasi berdasarkan divisi (divisionalisasi).

3. Untuk jasa pelayanan telepon rumah (FIXED LINE), pembagian wilayahnya berdasarkan regional atau Divisi Regional. Dan pengelolaannya diserahkan atau bekerja sama dengan pihak asing sebagai investor.

Untuk PT TELKOM wilayah Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Yogyakarta setelah KSO adalah PT TELKOM Divisi Regional IV yang merupakan anak perusahaan PT TELKOM yang bergerak dalam bidang operator telekomunikasi *fixed line telephone* yang melayani pelanggan wilayah Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Yogyakarta.

Sejak diberlakukannya privatisasi di PT TELKOM, beberapa jenis jasa pelayanan telekomunikasi pengoperasiannya dilakukan dengan cara kerjasama dengan pihak swasta, baik itu investor dari dalam negeri maupun investor dari luar negeri. Untuk jasa pelayanan telekomunikasi *fixed line telephone*, PT TELKOM melakukan kerjasama operasi dengan beberapa pihak swasta, dimana pembagian kerjasama dengan pihak swasta dilakukan berdasarkan wilayah pelayanan. Dan untuk wilayah Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Yogyakarta atau Divisi Regional IV pengoperasiannya dilakukan kerjasama dengan PT Mitra Global Telekomunikasi (MGTI), yaitu perusahaan konsorsium antara PT Widyaduta Informindo, PT INDOSAT, Telstra (TELKOM Australia), NTT (Telkom Jepang).

Sedangkan untuk jasa-jasa yang lain seperti Jaringan Back Bone, Pemeliharaan, Properti, STKBN (Sambungan Telepon Kendaraan Bergerak Nasional) dan Telepon Seluler dikelola sendiri oleh TELKOM atau melalui anak perusahaan TELKOM yang lainnya. Oleh sebab itu sebelum dilakukan kerjasama jasa pelayanan *fixed line telephone* pada DIVRE-IV dengan pihak swasta, telah dilakukan verifikasi asset atau perhitungan asset yang berhubungan dengan alat produksi *fixed line telephone* saja yang diperhitungkan sebagai asset DIVRE-IV.

PT TELKOM Div-Re IV dengan PT MGTI terhitung mulai tanggal 1 Januari 1996 bekerjasama untuk mengelola atau kerjasama operasi selama 15 tahun dan diwajibkan oleh pemerintah untuk membangun 400.000 satuan sambungan telepon (SST) fixed line telephone selama 3 tahun. Dan hasil pembangunan tersebut dihitung sebagai aktiva KSO selama masa perjanjian.

Persyaratan yang harus dipenuhi oleh pihak swasta dalam Kerjasama Operasi (KSO) dalam bidang keuangan adalah sebagai berikut :

1. TELKOM mendapatkan biaya kompensasi sebesar US\$ 10 juta sebagai kompensasi atas kehilangan pendapatan yang timbul dari pengoperasian aktiva TELKOM atas KSO.
2. Pendapatan yang dihasilkan oleh KSO wajib disetorkan setiap bulan kepada TELKOM berupa Minimum TELKOM Revenue (MTR) yang besarnya diatur dalam pasal-pasal perjanjian KSO. Untuk tahun 1996 MTR yang diperoleh TELKOM Rp 300.000.000.000,- (Rp 300 Milyar) dan tahun 1997 Rp. 313 Milyar.
3. Pembagian Laba bersih yang dihasilkan antara TELKOM dengan MGTI adalah 30 % : 70 %.

BAB V

ANALISIS PEMBAHASAN

5.1. Analisis Economic Value Added

Kinerja PT TELKOM selama tahun 1994 sampai dengan 1997 dapat dilihat pada Table 5.1. Dari table terlihat bahwa jika ditinjau dari laba, kinerja perusahaan mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, baik dari sebelum KSO maupun sesudah KSO. yaitu laba Tahun 1994 sebesar 147 Milyar rupiah, Tahun 1995 sebesar 202 Milyar rupiah, Tahun 1996 sebesar 310 Milyar rupiah dan Tahun 1997 sebesar 351 Milyar rupiah.

Namun jika ditinjau dari pengukuran EVA, kinerja perusahaan mengalami penurunan nilai perusahaan untuk sebelum KSO (tahun 1994-1995) dan mengalami peningkatan nilai tambah sesudah KSO (tahun 1996-1997), dimana EVA Tahun 1994 sebesar negatif 44 Milyar rupiah, Tahun 1995 sebesar negatif 60 milyar rupiah, dan Tahun 1996 sebesar negatif 93 Milyar rupiah dan Tahun 1997 penurunannya berkurang menjadi sebesar negatif 72 milyar rupiah. Yang berarti bahwa PT TELKOM Div-Re IV mengalami peningkatan nilai tambah ekonomi perusahaan setelah KSO (dari negatif 93 Milyar menjadi negatif 72 Milyar).

Dari table 5.1. terlihat juga bahwa sebelum KSO laba perusahaan mengalami peningkatan baik dari bulan ke bulan yaitu dari januari hingga desember, maupun dari tahun ke tahun atau dari pergantian tahun yaitu desember 1994 dan januari 1995. Sedangkan untuk laba perusahaan sesudah KSO mengalami peningkatan dari bulan ke bulan yaitu januari hingga desember, namun mengalami penurunan laba pada saat pergantian tahun. Hal ini disebabkan adanya pembagian keuntungan antara pihak investor dengan TELKOM sebesar 70% untuk investor dan 30 % untuk TELKOM.

Tabel 5.1. : Kinerja PT TELKOM Div-Re IV Tahun 1994 - 1997

dalam jutaan rupiah

	Tahun 1994	Modal Sendiri	Modal Hutang	Laba	EVA
1	Januari	366,496	1,010	468	(197)
2	Pebruari	365,055	4,180	1,942	(696)
3	Maret	365,055	4,180	1,942	(753)
4	April	365,055	4,180	1,942	(809)
5	Mei	398,995	7,211	33,470	(10,041)
6	Juni	406,714	8,949	41,535	(12,461)
7	Juli	421,831	12,352	57,327	(17,198)
8	Agustus	443,671	17,268	80,145	(24,043)
9	September	443,898	17,319	80,382	(24,115)
10	Oktober	472,784	23,821	110,560	(33,168)
11	Nopember	485,142	26,603	123,470	(37,041)
12	Desember	508,059	31,761	147,412	(44,224)
	Tahun 1995				
13	Januari	535,359	31,761	147,412	(44,224)
14	Pebruari	541,090	32,264	149,777	(44,933)
15	Maret	543,805	32,762	150,995	(45,299)
16	April	545,582	34,165	152,202	(45,661)
17	Mei	553,445	35,268	155,602	(46,681)
18	Juni	558,611	37,142	158,273	(47,482)
19	Juli	568,434	39,294	162,815	(48,844)
20	Agustus	579,567	41,903	168,027	(50,408)
21	September	593,758	44,381	174,350	(52,305)
22	Oktober	606,476	47,489	180,353	(54,106)
23	Nopember	623,110	50,706	187,883	(56,365)
24	Desember	658,167	54,516	202,355	(60,707)
	Tahun 1996				
25	Januari	140,887	30,292	71,960	(21,588)
26	Pebruari	179,667	34,433	74,135	(22,240)
27	Maret	218,448	38,575	78,483	(23,545)
28	April	226,300	42,716	102,519	(30,756)
29	Mei	242,413	60,749	126,508	(37,953)
30	Juni	286,839	70,891	151,901	(45,570)
31	Juli	312,817	77,821	177,656	(53,297)
32	Agustus	364,371	81,370	184,810	(55,443)
33	September	398,361	86,318	228,889	(68,667)
34	Oktober	440,085	89,873	254,349	(76,305)
35	Nopember	478,938	97,439	283,612	(85,084)
36	Desember	509,708	89,741	310,037	(93,011)
	Tahun 1997				
37	Januari	98,259	102,899	46,183	(13,855)
38	Pebruari	146,915	165,756	70,766	(21,230)
39	Maret	195,649	228,614	93,828	(28,148)
40	April	245,409	281,472	111,907	(33,572)
41	Mei	396,593	339,329	138,948	(41,684)
42	Juni	430,074	392,187	167,665	(50,299)
43	Juli	381,197	452,045	197,447	(59,234)
44	Agustus	434,627	508,902	228,198	(68,459)
45	September	463,774	571,760	257,292	(61,578)
46	Oktober	516,332	634,618	290,091	(62,604)
47	Nopember	565,783	697,475	320,375	(68,780)
48	Desember	614,979	760,333	351,282	(72,658)

Sumber : dari data sekunder Lampiran A yang disari

5.2. Analisis Perbandingan Kinerja TELKOM sebelum KSO dan setelah KSO.

Untuk menguji hipotesa 1, dimana hipotesis berbunyi : *Tidak ada perbedaan kinerja keuangan menggunakan EVA pada sebelum KSO dengan kinerja keuangan sesudah KSO*. Maka data EVA yang terdapat pada lampiran A.1. sampai dengan A.4. diuji, dimana pengujian hipotesis menggunakan t-test. Dan karena sample merupakan data yang berpasangan, maka rumus uji t-test yang digunakan adalah t-test related sample, yaitu

$$t = \frac{X_1 - X_2}{\sqrt{\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2} - 2r \frac{S_1}{n_1} \frac{S_2}{n_2}}}$$

Dari perhitungan varian S_1^2 dan S_2^2 , serta korelasi (r) seperti yang terdapat pada lampiran B, maka diperoleh hasil $t = 1,53$, Selanjutnya t hitung tersebut dibandingkan dengan t -tabel, dengan derajat kebebasan $dk = n_1 + n_2 - 2 = 24+24-2 = 46$ dan taraf kesalahan 5%, maka t -tabel didapat $t\text{-tabel} = 0.680$. Dalam hal ini berlaku ketentuan bahwa, bila t -hitung lebih kecil atau sama dengan t -tabel, maka H_0 diterima. Ternyata t -hitung lebih besar dari t -tabel ($1,53 > 0.680$) dengan demikian H_0 ditolak dan H_a diterima. Jadi Ada perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan TELKOM sebelum KSO dengan sesudah KSO.

Perbedaan yang signifikan terletak pada jika kinerja perusahaan TELKOM sebelum KSO mengalami penurunan nilai perusahaan dengan **makin besar** penurunan nilai perusahaan untuk tiap tahunnya seperti yang ditunjukkan pada Tabel 5.2.

Perubahan EVA dari tahun ke tahun dengan rumus sebagai berikut :

$$EVA = \frac{EVA_{t+1} - EVA_t}{EVA_t} \times 100\% \dots \dots \dots (9)$$

EVA_t

Keterangan :

EVA_{t+1} = besarnya jumlah EVA pada bulan t ditambah satu tahun (atau indeks dari tahun berikutnya).

EVA_t = Besarnya jumlah EVA pada tahun ke t.

Tabel 5.2. Perhitungan Perubahan EVA TELKOM sebelum KSO

No	Bulan	EVA tahun 1994	EVA tahun 1995	Perubahan EVA	% Perubahan EVA
1	Januari	(197)	(44,224)	(44,026)	22323%
2	Pebruari	(696)	(44,933)	(44,237)	6357%
3	Maret	(753)	(45,299)	(44,546)	5919%
4	April	(809)	(45,661)	(44,851)	5543%
5	Mei	(10,041)	(46,681)	(36,640)	365%
6	Juni	(12,461)	(47,482)	(35,021)	281%
7	Juli	(17,198)	(48,844)	(31,646)	184%
8	Agustus	(24,043)	(50,408)	(26,365)	110%
9	September	(24,115)	(52,305)	(28,190)	117%
10	Oktober	(33,168)	(54,106)	(20,938)	63%
11	Nopember	(37,041)	(56,365)	(19,324)	52%
12	Desember	(44,224)	(60,707)	(16,483)	37%

Sumber : data sekunder & Lampiran A yang diolah

Dari table 5.2. terlihat bahwa untuk setiap bulan terdapat penurunan nilai EVA.

Sebagai contoh untuk bulan januari terdapat perubahan penurunan nilai EVA 44 Milyar (untuk januari 1994 penurunan nilai EVA Rp 197 Juta dan januari 1995 penurunan nilai EVA Rp 44.224 juta.). Begitu juga untuk bulan-bulan berikutnya terdapat perubahan penurunan nilai EVA berturut-turut sebagai berikut Pebruari Rp 44.237 juta, Maret Rp 44.546 juta, April Rp 44.851 juta, Mei Rp 36.640 jt, Juni Rp 35.021 juta, Juli Rp 31.646 juta, Agustus Rp 26.365 juta hingga bulan desember sebesar Rp 16.483 juta.

Sedangkan untuk kinerja TELKOM sesudah KSO mengalami penurunan nilai perusahaan dengan makin kecil penurunan nilai perusahaan untuk tiap tahunnya seperti yang tertera pada Tabel 5.3.

Tabel 5.3. Perhitungan Perubahan EVA TELKOM sesudah KSO

No	Bulan	EVA tahun 1994	EVA tahun 1995	Perubahan EVA	% Perubahan EVA
1	Januari	(21,588)	(13,855)	7,733	-36%
2	Pebruari	(22,240)	(21,230)	1,011	-5%
3	Maret	(23,545)	(28,148)	(4,604)	20%
4	April	(30,756)	(33,572)	(2,817)	9%
5	Mei	(37,953)	(41,684)	(3,732)	10%
6	Juni	(45,570)	(50,299)	(4,729)	10%
7	Juli	(53,297)	(59,234)	(5,937)	11%
8	Agustus	(55,443)	(68,459)	(13,016)	23%
9	September	(68,667)	(61,578)	7,089	-10%
10	Oktober	(76,305)	(62,604)	13,700	-18%
11	Nopember	(85,084)	(68,780)	16,303	-19%
12	Desember	(93,011)	(72,658)	20,353	-22%

Sumber : data sekunder & Lampiran A yang diolah

Dari tabel 5.3 terdapat peningkatan perubahan nilai EVA untuk bulan januari, pebruari September, oktober, nopember, hingga desember. Untuk bulan desember terjadi peningkatan nilai EVA yang semula nilai EVA negative Rp 93 milyar menjadi negative Rp 72 milyar.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi peningkatan kinerja TELKOM setelah KSO dibandingkan dengan kinerja TELKOM sebelum KSO.

5.3. Analisis Hubungan Perubahan *Debt to Total Capital Asset* dengan Perubahan EVA.

Hasil perhitungan korelasi antara Perubahan *Debt to Total Capital Asset* dengan Perubahan EVA yang terdapat pada lampiran D diperoleh yaitu $r = 0.73$, maka interpretasinya cukup kuat, artinya hubungan antara perubahan *Debt to Total Capital Asset* dengan Perubahan EVA tersebut cukup kuat. Atau perubahan proporsi hutang cukup kuat mempengaruhi perubahan nilai EVA.

Nilai r adalah positif artinya perubahan kenaikan proporsi hutang akan meningkatkan perubahan nilai EVA atau sebaliknya perubahan penurunan proporsi hutang akan menurunkan perubahan nilai EVA.

BAB VI

PENUTUP

6.1. KESIMPULAN.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja TELKOM sebelum KSO tidak mengalami nilai tambah, hal ini ditunjukkan dengan perubahan penurunan nilai EVA yang semakin negative selama kurun waktu penelitian. dan kinerja TELKOM sesudah KSO mengalami nilai tambah yang ditunjukkan dengan perubahan kenaikan nilai EVA semakin positif selama kurun waktu penelitian. Selain itu dapat disimpulkan pula hal-hal sebagai berikut :

1. Kinerja TELKOM sebelum KSO bila dievaluasi dengan metoda EVA mengalami penurunan nilai perusahaan. Dan Kinerja TELKOM setelah KSO bila dievaluasi dengan metoda EVA mengalami kenaikan nilai perusahaan.
2. Perubahan nilai perusahaan yang negative makin besar dari tahun ke tahun pada sebelum KSO dan perubahan nilai perusahaan yang negative makin berkurang / kecil dari tahun ke tahun pada kinerja TELKOM setelah KSO.
3. Meskipun kinerja keuangan TELKOM baik sebelum KSO maupun setelah KSO sama-sama mempunyai nilai EVA yang negatif atau tidak mengalami nilai tambah perusahaan namun terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan TELKOM sebelum KSO dan sesudah KSO dengan menggunakan metoda EVA.
4. Salah satu perbedaan yang signifikan antara kerja keuangan TELKOM sebelum dengan sesudah KSO adalah terletak pada perubahan proporsi hutang , dimana perubahan proporsi hutang berpengaruh pada perubahan nilai tambah perusahaan.

6.2. IMPLIKASI KEBIJAKAN MENEJERIAL

Konsep EVA sebagai pengukur kinerja intern perusahaan sangat berguna untuk dijadikan sebagai dasar acuan dimana focus penilaian kinerja adalah pada penciptaan nilai (*value creation*). Perhitungan EVA melibatkan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) yang sangat penting karena keputusan investasi suatu perusahaan tidak bisa terlepas dari besarnya kompensasi atas dana yang digunakan untuk membiayai investasi perusahaan tersebut.

Tugas manajemen perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan nilai pemilik perusahaan. Penilaian kinerja dengan konsep EVA menyebabkan perhatian manajemen perusahaan sesuai dengan kepentingan dan harapan pemilik dana atas perusahaan, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Perusahaan TELKOM yang selama ini dari opini public merupakan perusahaan yang menguntungkan dan hal ini didukung dengan laporan keuangan selama ini mengalami laba yang meningkat, tetapi ternyata dari perhitungan dengan menggunakan metode EVA kinerja TELKOM mengalami penurunan. Untuk itu TELKOM harus segera memperbaiki factor-faktor yang menyebabkan kinerja perusahaan mengalami penurunan nilai (destroyed value), salah satunya adalah besarnya proporsi hutang, karena dari hasil penelitian cukup kuat keeratatan hubungan antara perubahan proporsi hutang dengan perubahan EVA. Kerjasama operasi yang ada sekarang ini tidak akan menciptakan nilai perusahaan jika dalam pengelolaannya tanpa mempertimbangkan proporsi hutang.

6.3. AGENDA PENELITIAN YANG AKAN DATANG

Dari hasil penelitian diatas masih membahas pada variable intern perusahaan, seperti hutang dan modal sendiri, sedangkan aspek makro seperti perubahan tingkat suku bunga, beban perusahaan belum terlalu diperhatikan.

Faktor produksi juga belum diperhatikan dalam penelitian ini dimana aspek produksi dalam hal ini pemanfaatan teknologi feature/fasilitas di bidang telekomunikasi dapat memberikan kontribusi pada laba bersih perusahaan yang pada akhirnya dapat memberikan nilai tambah perusahaan.

Kinerja perusahaan dengan metoda EVA kiranya perlu diperbandingkan dengan Return On Investment (ROI) karena perubahan terhadap harga factor bahan baku, depresiasi dengan kelesuan pasar dapat mempengaruhi nilai tambah.

Oleh karena itu untuk penelitian yang akan datang disarankan :

1. Dalam penelitian-penelitian mendatang factor-faktor tersebut diatas ikut diperhitungkan.
2. Membandingkan pengukuran kinerja dengan metoda EVA dengan metoda yang lain seperti ROI dan lain-lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Bacidore, Jeffrey M. Boquist, John A. Milbourn. Todd. & Thakor. Anjan V. (1997).
"The Search for the best Financial Performance Measure", Financial Analyst
 Journal, May-June 1997, 11-20.
- Bell-Ohlson, Lee, C.M.C. (1996), *"Measuring Wealth"*, CA Magazine, April, 23-27.
- Brigham, E.F. Gapenski, L.C. (1997). *"Financial Management, Theory and Practice"*,
 Eight Edition, The Dryden Press. USA.
- Christinat, D. (1996), *"ALL About EVA"*, CFO, November, 13.
- Dewanto (1998), *"Pengaruh EVA terhadap harga saham"*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis
 Indonesia, Vol. 14, No. 4, 124 -126.
- Dodd, James L. and. S. Chen (1996), *"EVA : A new Panacea ?"*, Business &
 Economic Review, July-Sept. 1996, 26 – 27.
- Fortune (1995), *"Creating Stockholder Wealth"*, December, 105 – 114.
- Fred J. Weston and F., Eugene Brigham (1995), *"Dasar-dasar Manajemen
 Keuangan"*, Jilid Kedua, Edisi ketujuh, Erlangga, Jakarta.
- Gatot Widayanto (1993), *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 11. No. 6. 125 – 136.
- Grant, James L. (1996), *"Foundation of EVATM for Investment Managers"*, *The
 Journal of Portopolio Management*, 1996. 41 – 48.
- J. Hartono dan Chendrawati (1999), *"ROA and EVA : A Comparative Empirical
 Study"*, Gajahmada International Journal of Business, Vol. 1, May, 45 -54.
- Lehn, K and Makhiya, A.K. *"EVA and MVA as Performance Measure and Signals for
 Strategic Chance"*, Strategic and Leadership Magazine, June 1996, 34 – 38.
- Mc Conville, D.J. (1994), *"All About EVA"*, Industry Week, April 18 : 55 – 58.
- Mike Rousana (1997), *"Memfaatkan EVA untuk menilai Perusahaan di Pasar
 Modal Indonesia"* *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 4. Th. XXVI.
- Mulyadi (1997), *"Akuntansi Manajemen"*, UPP-STIE YKPN, Jogjakarta.
- M. Noor, Aliansyah (2001), *"Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Saham"*
Manajemen Usahawan Indonesia, No. 01 Th. XXX, Januari 2001.
- Na'im, Ainun, *"Bagaimana Manajemen Badan Usaha Milik Negara (BUMN)
 menghadapi Arus Privatisasi dan Restrukturisasi ?"*, Majalah Ekonomi dan
 Bisnis Universitas Diponegoro Semarang, Volume XI No. 1 – 2, Juni 1999.
- Riyanto, Bambang, *"Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan, edisi 4"* Badan Penerbit
 Fakultas Ekonomi (BPFE) Universitas Gajahmada (UGM) Jogjakarta, 1998.

- Rousana, Mike, "*Memfaatkan EVA untuk menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia*", Majalah Usahawan, Th. XXVI No. 4, April 1997.
- Santoso, Setyanto P. "*Strategi PT TELKOM Pasca Go Internasional*", KELOLA, No. 13/V/1996.
- Sartono, R. Agus, "*Manajemen Keuangan, edisi 3*" Badan Penerbit Fakultas Ekonomi (BPFE) Universitas Gajahmada (UGM) Jogjakarta, 1998.
- Sartono, R. Agus dan Kusdhianto Setiawan, "*Adakah Pengaruh EVA terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik*". Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia, Vol-14 No. 4, 124 – 136, 1999.
- Siddharta Utama (1997), "*Economic Value Added : Pengukuran Penciptaan Nilai Perusahaan*" Manajemen Usahawan Indonesia, No, 4, Th, XXVI.
- Soetipto, B.W. (1997), "*EVA : Fakta dan Permasalahan*" Usahawan. No. 04. Th. XXVI, April.
- Stewart III, G. Bennet (1991), "*The EVATM Management Guide, The Quest for Value*". Harper Collins – United States of America.
- Suad Husnan (1997), "*Dasar-dasar Teori Portopolio dan Analisis Sekuritas*" UPP-YKPN, Yogyakarta,
- Suad Husnan (1998), "*Manajemen Keuangan (Keputusan Keuangan Jangka Pendek)*", Edisi Kedua, Cetakan Kedua, BPFE, Yogyakarta.
- Suad Husnan (1998), "*Manajemen Keuangan (Keputusan Keuangan Jangka Panjang)*", Edisi Kedua, Cetakan Kedua, BPFE, Yogyakarta.
- Suad Husnan dan Enny Pujiastuty (1998), . "*Dasar-dasar Manajemen Keuangan*", Edisi Kedua, AMP-YKPN, Yogyakarta.
- Sugiyono, "Metoda Penelitian Bisnis" oleh CV Alfabeta, Bandung 1999.
- Teuku Mirza dan Imbuh S. (1999) "*Konsep Economic Value Added : Pendekatan untuk Menentukan Nilai Riil Perusahaan dan Kinerja Riil Manajemen*", Manajemen Usahawan Indonesia, No. 1, XXVIII.
- Umar, Husein, "*Studi Kelayakan Bisnis : Manajemen, Metoda, Kasus*", PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta 1999.
-" *Riset Strategi Perusahaan*", PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta 1999.
- Utama Sekaran, (1992), "*Research Methodes for Business, A Skill Building Approach*" 2nd edition, John Wiley and Sons. Inc.

Warsono (1997), "*Manajemen Keuangan (Keputusan Keuangan Jangka Panjang)*"
Edisi Pertama, Cerakan Pertama, UMM Press, Malang.

Warsono (2001), "*Penentuan Cos of Capital*", Manajemen Usahawan Indonesia, No.
1, Th. XXX, Januari 2001.